

SOMMAIRE

1	LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE	10
1.1	LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO	12
1.1.1	Les taux d'intérêt à court terme	12
1.1.2	Les rendements des titres publics à long terme	13
1.1.3	Les marchés boursiers	14
1.1.4	Le taux de change de l'euro	15
1.1.5	L'évolution des prix et des coûts	16
1.1.5.1	Prix à la consommation	16
1.1.5.2	Prix à la production industrielle	17
1.1.6	Evolution de la production, de la demande et du marché du travail	18
1.1.7	Le commerce extérieur	21
1.1.8	La balance des paiements	22
1.2	LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG	25
1.2.1	L'évolution des prix et des coûts	25
1.2.1.1	Prix à la consommation	25
1.2.1.2	Prix à la production industrielle et construction	27
1.2.2	Industrie	28
1.2.3	Construction	29
1.2.4	Commerce	29
1.2.5	Comptes nationaux	31
1.2.6	Marché du travail	31
1.2.7	Le secteur financier	35
1.2.7.1	Evolution du nombre des établissements de crédit	35
1.2.7.2	Somme des bilans des institutions financières monétaires	35
1.2.7.3	Somme des bilans des établissements de crédit luxembourgeois	35
1.2.7.4	L'évolution de l'effectif dans le secteur financier	37
1.2.7.5	L'évolution des comptes de profits et pertes des établissements de crédit	39
1.2.8	Le commerce extérieur	40
1.2.9	La balance des paiements courants	41
1.2.10	Les finances publiques	43

2.1	THE EURO CASH CHANGEOVER: A NOTE ON THE EFFECTS OF BOUNDED RATIONALITY AND RULES OF THUMB	48
2.1.1	Introduction	48
2.1.2	Bounded rationality and rules of thumb	49
2.1.3	Survey data	50
2.1.4	Response	50
2.1.5	So what? – an outlook	56
2.1.6	References	57
2.2	RECENSEMENT TRIENNAL SUR L'ACTIVITÉ DES MARCHÉS DES CHANGES ET DES PRODUITS DÉRIVÉS	58
2.2.1	Note méthodologique et définitions préliminaires	58
2.2.2	L'activité des marchés de changes sur la place de Luxembourg	59
2.2.2.1	Montant des transactions	59
2.2.2.2	Poids relatif des différentes devises	60
2.2.2.3	Contreparties	63
2.2.3	Produits dérivés de gré à gré	64
2.2.3.1	Les produits dérivés de change	64
2.2.3.2	Les produits dérivés de taux d'intérêt	65
2.3	TRANSMISSION MONÉTAIRE: ANALYSE DE DONNÉES DES ENTREPRISES NON FINANCIÈRES LUXEMBOURGEOISES	68
2.3.1	Introduction	68
2.3.2	La structure de l'économie luxembourgeoise	68
2.3.3	Aspects théoriques	69
2.3.4	Données, variables et méthodes	69
2.3.5	Résultats empiriques	70
2.3.6	Conclusion	71

4 ACTUALITÉS ET DIVERS 130

4.1	ACTUALITÉS	132
4.1.1	La Campagne d'Information Euro 2002 relative à l'introduction des billets et pièces en euros	132
4.1.2	On the European monetary policy strategy and practice Intervention de Yves Mersch, Président de la Banque centrale du Luxembourg, lors de l'Euro-conférence annuelle de Nomura à Tokyo, le 23 octobre 2001	134
4.2	LISTE DES CIRCULAIRES DE LA BCL	142
4.3	PUBLICATIONS DE LA BCL	143
4.4	PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)	144
4.5	LISTE DES ABRÉVIATIONS	147

EDITORIAL

Dans un environnement caractérisé par des incertitudes croissantes suite aux événements du 11 septembre et une atténuation des pressions inflationnistes, la BCE a baissé à deux reprises ses principaux taux d'intérêt de 50 points de base, le 17 septembre et le 8 novembre 2001. Le 10 mai et le 30 août 2001, la BCE avait déjà réduit ses taux directeurs pour un total de 50 points de base. Au total, la baisse est de 150 points de base depuis le début de l'année.

L'évaluation des informations au regard des deux piliers de la stratégie de la politique monétaire de l'Eurosystème, indique que le niveau actuel des taux d'intérêt demeure approprié.

Les rendements des titres publics à long terme ont en général poursuivi leur mouvement de baisse entamé à la fin du deuxième trimestre 2001. Cette tendance s'explique par une fuite vers la qualité ainsi que par un repli des anticipations inflationnistes. Néanmoins, les rendements à long terme ont de nouveau rebondi en novembre, dans le sillage de la reprise des principaux marchés boursiers.

Les chiffres d'Eurostat indiquent que le PIB réel n'aurait que marginalement augmenté entre le premier et le deuxième trimestre de l'année 2001 (+ 0,1% en termes réels). Les premières estimations pour le troisième trimestre, telles qu'Eurostat vient de les publier, affichent le même résultat.

Le rythme de progression annuel des prix à la consommation dans la zone euro tel que mesuré par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), s'est inscrit en baisse depuis le mois de juin pour atteindre 2,4% en octobre 2001. L'inflation au Luxembourg, telle que mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN), a connu une évolution semblable pour atteindre une hausse annuelle de 2,3% en octobre. Ce ralentissement est surtout lié à l'évolution des prix des produits pétroliers. Par contre, l'inflation sous-jacente a poursuivi sa hausse et est passée de 2,2% en glissement annuel en décembre 2000 à 3,2% en octobre 2001. Cette montée de l'inflation sous-jacente s'explique essentiellement par la hausse des coûts salariaux, les répercussions indirectes des hausses antérieures des cours de pétrole sur les prix des autres biens et services ainsi que les incidences des récentes crises alimentaires.

Bien que les impacts directs sur l'économie luxembourgeoise des attentats du 11 septembre aient été relativement limités, le ralentissement économique général frappe le Grand-Duché au moment où les coûts salariaux sont en forte progression. L'indice du coût de la main d'œuvre au Luxembourg a augmenté nettement plus vite que dans la zone euro (7,3% contre 2,7%) au deuxième trimestre, dû en bonne partie au mécanisme de l'indexation automatique.

Au 30 septembre 2001, la somme des bilans des établissements de crédit s'élève à 695 779 millions d'euros, contre 650 326 millions d'euros 12 mois auparavant, soit une augmentation de 7%. Les opérations interbancaires, les opérations avec la clientèle et les opérations sur titres représentent environ 90% du total du bilan agrégé des établissements de crédit luxembourgeois.

Le secteur financier fait état au 30 septembre 2001 d'un effectif total de 27 895 emplois, représentant une hausse de 1 356 unités, soit 5,1% par rapport au 31 décembre 2000, ce qui confirme sa bonne santé tout au long des trois premiers trimestres de 2001.

La détérioration de la croissance économique ainsi que les turbulences survenues sur les marchés financiers à la suite des attentats terroristes ont laissé leurs traces dans les comptes de profits et pertes des banques luxembourgeoises. La marge sur intérêts qui s'élève à 3 196 millions d'euros affiche une progression importante de 16,1% par rapport au 30 septembre de l'année précédente. Par contre, le résultat hors intérêts diminue de 317 millions d'euros (-10%) pour s'établir à 2 844 millions d'euros. Cette réduction s'explique essentiellement par la baisse boursière et l'activité réduite de la clientèle privée. Globalement, le résultat brut (ou produit bancaire) augmente légèrement de 2,1% par rapport au 30 septembre 2000 et se situe à 6 040 millions d'euros contre 5 913 millions d'euros à la même date de l'année 2000. Au niveau des frais on constate une augmentation de 8,7% des frais de personnel et d'exploitation. Ainsi, le résultat avant provisions ressort à 3 306 millions d'euros durant les neuf premiers mois de 2001, contre 3 403 millions d'euros durant la période correspondante de l'année 2000, ce qui reflète une baisse de l'ordre de 2,9%.

Le projet de budget de l'Etat pour l'exercice 2002 a été déposé. Les dépenses proposées affichent une progression de 9,6% en termes nominaux par rapport au budget définitif de 2001, sous l'effet notamment d'un accroissement sensible des dépenses sociales. Les recettes du budget 2002 subissent l'impact de la réforme fiscale. L'aménagement du régime d'imposition des personnes physiques s'est traduit par un allègement de l'ordre de 250 millions d'euros en 2001. En 2002 le taux marginal maximal d'imposition des personnes physiques passera de 42% à 38%. Au total, le coût de la réforme de l'impôt sur le revenu des personnes physiques devrait s'établir à 170 millions d'euros en 2002 par rapport à l'exercice précédent. Elle devrait permettre aux partenaires sociaux de respecter le principe de la modération salariale lors des prochaines négociations.

Le taux effectif de l'impôt sur les collectivités sera ramené de 30 à 22% dès le 1^{er} janvier 2002. La refonte du cadre fiscal devrait contribuer à conforter la compétitivité de l'économie luxembourgeoise. De concert avec l'augmentation précitée des dépenses, elle devrait cependant donner lieu à une nette diminution de l'excédent structurel des pouvoirs publics luxembourgeois. Ce solde, qui est apuré de l'incidence des cycles économiques, devrait passer de 3,5% du PIB en 2001 à 1,4% en 2002. Il s'agirait de la plus forte réduction observée l'année prochaine en Union européenne.

La préparation de l'introduction de l'euro en vient à sa phase terminale. Les citoyens pourront, à partir du 15 décembre 2001, acquérir contre paiement de 500 francs, «l'euro kit» d'une valeur de 12,40 euros contenant uniquement des pièces. Dès minuit le 31 décembre 2001, les quelque 350 distributeurs automatiques de billets au Grand-Duché ne fourniront plus que des billets en euros. Pendant la période de double circulation, du 1^{er} janvier au 28 février 2002, les anciens billets et pièces libellés en francs, seront remis, par les circuits habituels, à la Banque centrale qui organisera leur destruction.

Ce bulletin contient trois analyses:

La première, intitulée «*The euro cash changeover: a note on the effects of bounded rationality and rules of thumb*» examine les points de repère que les individus pourraient utiliser en convertissant les nouveaux prix en euros vers des anciens prix nationaux. Les résultats, qui se basent sur une petite enquête faite au sein de la Banque centrale du Luxembourg en mai 2001, suggèrent que des erreurs systématiques de conversion peuvent être faites. Ces erreurs pourraient avoir des effets économiques réels, du moins dans le court terme.

La deuxième analyse examine de façon détaillée l'activité et l'évolution des marchés des changes ainsi que des produits dérivés échangés de gré à gré sur la place financière. Il s'agit d'un recensement triennal, coordonné par la Banque des règlements internationaux (BRI), à laquelle la Banque centrale de Luxembourg, comme 47 autres banques centrales ou autorités monétaires, a participé et qui couvre le mois d'avril 2001.

La troisième analyse porte sur la transmission monétaire. Elle étudie l'impact de la politique monétaire sur les décisions d'investissement des entreprises non financières luxembourgeoises et se focalise sur l'analyse du canal du taux d'intérêt et du canal du crédit.

En novembre 2001, la Banque centrale du Luxembourg a également publié son Cahier d'études N° 2, «Stock Market Valuation of Old and New Economy Firms».

Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg
Secrétariat général
2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg
Télécopie: (+352) 4774-4910
e-mail: sg@bcl.lu

La date d'arrêté des statistiques figurant dans ce Bulletin est le 15 novembre 2001.